

mindaz, amit a szerzők a lekötésről és annak felhasználásáról elmondanak, értékes segítséget ad ahhoz is, hogy felhasználóként se sétáljunk bele óvatlanul a lekötés csapdájába, amikor rendszert – pl. berendezést, vagy éppen távközlési szolgáltatót – választunk.

A könyv ehhez bőségesen kínál hasznos gondolatmeneteket, szempontokat, megfontolásokat arra, hogyan használhatják fel a gyártók, szolgáltatók az átállás költségeit a vevők lekötésére. Csupán egyik az erre szolgáló fogások közül, hogy ha olyan termékeket árulunk, amelyeknél magasak az átállás költségei, érdemes komoly ráfordításokat vállalni – így pl. számottevő kezdeti árendegményeket adni – annak érdekében, hogy a felhasználókat megnyerjük a termékeink alkalmazásának. A könyv ehhez példákat sorol arra is, miért éri meg az informatikai cégeknek, hogy bizonyos szoftvereket ingyen bocsássák a felhasználók rendelkezésére.

A lekötés sajátos eszközei a hűségprogramok, amelyeknél az eladó mesterségesen teremti meg az átállás költségeit. Ide tartoznak azok a nálunk is mind gyakoribb konstrukciók, amelyekben cég a fogyasztót megjutalmazza, ha ismétlődően és minél többet nála vásárolt. Ezek a programok két úton hozzák létre az átállási költségeket. Az egyik, hogy ha elpártolunk az eladótól, a továbbiakban már nem tudunk élni a nála már megszerzett kedvezményeinkkel. Példa erre az árkedvezmény, amelyet törzsvásárlóként kapunk és amelyet értelemszerűen csak ott kapunk meg, ahol törzsvásárlóvá váltunk. A másik, ha a hűségprogramban nyújtott előnyök az addigi vásárlások összesített értékétől függenek. Így a lekötés ereje a vásárlásokkal mindinkább nő.

Hálózati externáliák. Ugyancsak jó tisztában lenni ezek működésével, és a bennük rejlő csapdákkal. „Ha valamilyen termék értéke az egyik felhasználó számára attól függ, rajta kívül hányan használják, ez a termék a hálózati ex-

ternália jellegzetességeit mutatja. Mindnyájunknak kézenfekvő példa erre egy új nyelv elsajátítása. Ennek a gyakorlati haszna ugyanis elsősorban, attól függ, hogy azok közül, akikkel kommunikálni akarunk, hányan használják ugyanezt a nyelvet, és annak az irodalomnak, amelyet olvasni kívánunk, mekkora hányada található meg ezen a nyelven.

Jó példát jelentenek a hálózati externáliákra a kommunikációs rendszerek. A felhasználó számára ezeknek a használati értéke attól függ, hogy milyen sokan vannak benne a szóban forgó rendszerben, vagyis mennyiben tud elérni a segítségével másokat. Az elektronikus levelezés is sokaknak szolgál gyakori kellemetlen példákkal a hálózati externáliák hatására. Mindennapos tapasztalat, hogy csak azoknak tudunk ezen az úton üzeneteket vagy állományokat küldeni, akik ugyanazokat a rendszereket használják, mint mi. Következésképpen az alkalmazni kívánt rendszer kiválasztásánál nagyon kell ügyelnünk arra, hogy azt válasszuk, amelyet a leendő címzettjeink közül várhatóan a legtöbben használnak, különben rendre kapjuk majd a válaszként, hogy a „csatolt file-t nem tudtuk megnyitni.” Stratégiánk kimunkálásában fontos tényező, hogy ha erősen növekszik a rendszer alkalmazóinak száma, egy kritikus tömeg elérése után ez többnyire életre hív egy erőteljes pozitív visszacsatolást és a piac a továbbiakban már önmagát építi tovább.

Mindez a gyártók számára különösen hatékony harci eszközzé avatja a szabványosítást. Ha szabvány születik, és az általunk kínált rendszer, az abba tartozó termékek megfelelnek annak, vagy éppen elérjük, hogy a szabvány feleljen meg a mi rendszerünknek, ez óriási versenyelőnyt teremthet azokkal szemben, akiknek a termékei nincsenek összhangban a szabvánnyal. A könyv nagyon érdekes és főként tanulságos fejezetet szentel a szabványháború megvívásának.

Szintúgy ismereteket és fogásokat

meríthetünk belőle a *termékvonal menedzseléséhez*. Egyik figyelemreméltó stratégia ebben, hogy a terméket alkotórészeire kell bontani, és bizonyos elemeket ingyen kínálni ahhoz, hogy ezzel megnöveljük a keresletet a pénzért árusított többi elem iránt. A többit erről és még sok más, hasonlóan nagy gazdasági jelentőségű témáról a könyvből.

O. P.

Robert G. HAGSTROM

THE WARREN BUFFET PORTFOLIO

**Mastering the Power of the Focus
investment Strategy**

John Wiley & Sons, Inc. 1999.
Angol nyelven.

Warren Buffet portfólió – A fókuszált befektetési stratégia kézikönyve.

PANEM Kiadó
John Wiley & Sons, 2000.

Robert G. Hagstrom műve a tőkepiaci befektetések tudományát igyekszik gazdagítani egy, az általános gyakorlattól merőben eltérő stratégia, és az annak alkalmazását segítő eszköztár bemutatásával. Középpontos alakja egy amerikai üzletember, aki a tőkepiaci befektetéseivel kiemelkedő sikereket ért el: Warren Buffet. Hagstrom számunkra talán kissé túlzottnak is tűnő hévvel értékeli tudását és teljesítményét: *A Warren Buffet-módszer¹ sikere elsősorban magát Buffetet igazolja. Határtalan bölcsessége világszerte milliókat bővített el, intellektusa és eredményei évekig valósággal megigézték a befektetési szakembereket, beleértve engem is. E tulajdonságok páratlan együttese teszi Warren Buffetet az egyetlen igazán követendő példává a befektetések mai világában.* Könyvében azonban

¹ Ez Buffett előző könyve.

az ilyen, kissé fékevesztett dicséret csak egy másfajta közönségnek szóló hangulati elem, és annak nagy részét józan okfejtések és az azok igazát bizonyítani hivatott elemzések teszik ki.

Hangstrom vázolja, hogy az 1973-74-es piaci visszaesés és recesszió adott nagy lökést a befektetési stratégiák kutatásának. Két iskola alakult ki, amelyek különböző eredményre jutottak, és követőik még ma is komoly vitában állnak egymással. Az egyik csoport kidolgozta a befektetések kezelésének modern portfólió elméletét. Egyik kiemelkedő képviselőjük, Harry Markowitz ennek lényegét abban ragadta meg, hogy annak érdekében, hogy esélyünk legyen nagyobb hozam elérésére, nagyobb kockázatot kell vállalnunk a befektetési portfólióink összehasonlításánál. Így az a leghatékonyabb portfólió, amely a legmagasabb hozamot biztosítja a velejáró kockázat egy adott szintje mellett. A befektetéskezelők célja – mondta Markowitz –, hogy megfeleltessék a portfóliókat a befektetők kockázattvállalási hajlandóságának, és kerüljék a nem hatékony portfóliókat.

Az ezt az utat követő befektetési stratégiák közös vonása, hogy a velük járó kockázatok csökkentése érdekében a befektetések szétterítését² ajánlják. Ezzel gyakran együtt jár a befektetési portfóliók aktív kezelése, azaz összetételük rendszeres felülvizsgálata és korrekciója. A korrekció itt a portfólióban levő értékpapírok kisebb-nagyobb részének lecserélését, azaz azok eladását és más papírok vételét jelenti, ami többé-kevésbé számottevő költségekkel csökkenti annak hozamát.

A másik iskolát kezdetben Warren Buffet jelentette, és ő merőben más irányban indult el. Hangstrom, aki maga is gyakorló – és saját elmondása szerint tartósan sikeres – befektető, itt a Warren Buffet által kidolgozott meg-

oldás sikerét mutatja be nagy hévvel és számos adat felsorakoztatásával. Állítja, hogy a fókuszált befektetés az aktív stratégiák közt a legnagyobb valószínűséggel biztosít másokat felülmúló hozamot. Ezt adatsorokkal is bizonyítja. Egyáltalán nem állítanánk, hogy e mű elébünk tárja a jó befektetés kulcsát, a nyertes stratégia titkait. Bízást állítható viszont, hogy érdemes alaposan tanulmányozni és végiggondolni mindazt, amit Hangstrom itt elmond. Dicséreteit és a más stratégiáknak szó-ló bírálatait szintűgy vizsgáljuk meg.

Warren stratégiája, a fókuszált³ befektetés nem alkalmazza sem a széles körű diverzifikálást, sem a portfólió gyakori átalakítását. A siker, a másokat felülmúló hozam elérésének esélyét mindenekelőtt a portfólió kezdeti kialakítása teremti meg. Erre vonatkozóan részletes útmutatással szolgál.

Éles ellentétben a diverzifikálással, a stratégia meghatározó eleme a befektetések koncentrációja. Lényege így egyszerűen összegezhető: *Válasszuk ki néhány cég részvényét, amelyek hosszú távon valószínűleg átlag feletti hozamot érnek el, koncentráljuk befektetésünk döntő hányadát ezekre a részvényekre, és tartsuk ezt a részvénykosarat a rövidtávú piaci ingadozások ellenére is.* Olyan vállalatokat válasszunk, amelyek korábban átlag feletti teljesítményt produkáltak és valószínűsíthető, hogy ezt a jövőben is fenntartják. Csak olyan céget válasszunk, amelyet érdemesnek tartunk arra, hogy abba legalább a tő-kénk tíz százalékát befektessük. Ebből már az is következik, hogy a portfóliónkban levők száma a tízet nemigen haladhatja meg. Befektetéseinket közöttük a tőlük várható siker valószínűségének megfelelően osszuk el. A portfóliónk mellett legalább öt évig tartsunk ki.

Buffet stratégiája a portfólió kialakítására támaszkodik. Az évek során kifejlesztett egy módszert arra, hogyan

találjon értékes vállalatokat, amelyekbe érdemes befektetni. Ez arra épít, hogy ha magának a vállalatnak jól megy az üzlet, és ügyes, eszes emberek vezetik, akkor a belső értékét végeredményben a részvényeinek ára is tükrözni fogja. Buffet ezért a befektetési döntését elsősorban a cég üzletmenetének elemzésére és a vállalatvezetés értékelésére alapozza.

Az esélyek mérlegelésében nagyon is figyelemre méltó ugyanakkor a következő tézise: A jó gazdálkodás előbb-utóbb a részvények árában is megmutatkozik. Azonban a nyereségnek a részvény árfolyamra gyakorolt hatása egyrészt nem lineáris, másrészt kiszámíthatatlan. Bár a kapcsolat idővel erősödik, a jövőbeli tendenciákra nem lehet mindig megbízható módon következtetni.

Igen figyelemre méltó, hogy Buffet nem fektet be technológia alapú vállalkozásokba. Könnyedén elismeri, nem érzi magát alkalmasnak arra, hogy átlássa és értékelje azok működését. *„Mindig nagyra becsültem Andy Grove-t és Bill Gates-t – nyilatkozta 1998-ban. Csakhogy, ha a Microsoftról vagy az Intelről van szó, nem tudom, hogy fog kinézni a világ tíz év múlva, és nem akarok beszélni egy olyan játékba, ahol másoknál van az előny. Az összes időmet azzal tölthetném, hogy a következő év technológiáján gondolkodom, és még mindig nem én lennék az országban a századik, az ezredik vagy a tízezeredik a sorban e vállalkozások elemzésében.”*

Buffett mellett a könyv egyik központi alakja a hajdani tanára, mestere, a máig legendás tőzdeszakember, Ben Graham. Az ő értékpapír elemzésről írott könyvének⁴ eddig öt, folyamatosan korszerűsített és bővített kiadása jelent meg, és csaknem egymillió példányban kelt el. Kétségtávol a legnagyobb hatású mű, amelyet a befektetésről valaha is írtak. Ma is a befektetők bibliájának számít.

⁴ Benjamin Graham & David Dodd: Security Analysis. Jubileumi kiadás: McGraw-Hill, 2000 (angol nyelven) ismertetése: Bank-szemle 2000/11 és www.ceo.hu

² Diverzifikálását.

³ A magyar kiadás így használja e szót.

Igen hasznosak és érdekesek a könyv azon részei, amelyek röviden felvázolják a tőkepiaci befektetések elméleti alapjaira vonatkozó kutatásokat. Itt a pénzügytan olyan nagynevű szakembereivel találkozhatunk, mint a már említett Harry Markowitz, Bill Sharpe, Eugene Fama⁵.

Hagstrom kemény követelményeket állít: „Ahhoz, hogy bárki sikeresen használja a Buffett által tanított fókuszált portfólió stratégiáját, el kell felejtenie a modern portfólió elméletet.” Állítsuk ezzel szembe egy világhírű közgazdász örökérvényű tételét: „A lehetőségekről jól végiggondolt közgazdasági megfontolások alapján mondjunk le, ne pedig azért, mert nem ismerjük őket.”⁶ És figyelmeztetésül még egy idézet a könyvből: „Egy vállalat belső értékének meghatározása – az első és legfontosabb lépés Buffett döntésmechanizmusában – egyszerre tudomány és művészet.”

A könyvet magyarul a PANEM Kiadó adta közre.

Osmann Péter

Zsolnai László

A DÖNTÉSHOZATAL ETIKÁJA

Kossuth Kiadó,

BKE Vezetőképző Intézet,
2000. 140 p.

A könyv a jövőre irányuló döntéshozói felelősségről szól. A szerző nemzetközileg elismert közgazdász, a döntések következményeire irányuló vizsgálódásainak kiindulópontja a következő: „A legfontosabb gazdasági, politikai és tár-

sadalmi döntések komplex döntési helyzetekben születnek meg. Az ilyen döntéseket elsősorban az jellemzi, hogy hosszú távú következményeik vannak, és a döntés kimenetelében nemcsak a döntéshozók, hanem mások is érintettek. A felelősség azért elkerülhetetlenül jelen van minden komplex döntési helyzetben... A könyvnek a felelős döntéshozatalról szóló angolnyelvű változata 1997-ben jelent meg, a magyar kiadást a Magyar Tudományos Akadémia Bolyai János kutatási ösztöndíjának támogatása tette lehetővé. A szerző hét rövid fejezetben foglalkozik benne a felelős döntéshozatal modelljével, a felelősség fajtáival, a döntések sokféleségével, a döntéshozatal pszichológiájával és modelljével, az etikai döntési helyzetek elemzésével. Az utolsó fejezetben pedig részletesen megvizsgálja a magyar gazdaság etikai állapotát.

Az etikai normák kijelölik a döntési alternatívák körét, és jelentkeznek a döntéshozón kívüli szereplők, akikre hatással lehet a döntés kimenetele. Az etikai normák – a társadalmi normák egy sajátos csoportját alkotva – a döntéshozó felelősségét fogalmazzák meg. Tekintettel kell lenni mások szükségleteire és érdekeire; a szerző ismerteti a felelős döntéshozatal eljárási modelljét (az etikai normák azonosítása, az alternatívák kiértékelése és kiválasztása). Hans Jones német-amerikai fiziológus a jövőre irányuló etikai felelősséget hangsúlyozza úgy, hogy a felelősség törődést jelent az emberek, a természeti lények és a jövő generációk sorsával. Szerinte az emberi cselekvés természete korunkban olyan mértékben megváltozott, hogy az már az emberiség jövőjét fenyegeti, s ezért radikális változásokra van szükség az etikában. Carol Gilligan a Harvard Egyetemen folytatott vizsgálatait során megállapította, hogy a nők moralitása a gondoskodásra, a férfiaké a jogokra épül. A szerző a felelős döntéshozót olyan személyként jellemzi, akinek megvan az a képessége, hogy a cselekvési lehetőségeket többféle szempontból értékelje, és

a legkevésbé rossz alternatívákat válassza ki. A felelős döntéshozatal összetevői: az etikai normák betartása, az ésszerű cél és az érintettek érdekeinek figyelembevétele. Az etikai döntési helyzetek elemzése során két híres gazdaságetikai esettel szemlélteti a felelőség hiányát és az elfogadhatatlan politikát (a Ford Pinto autó-biztonsági problémái és a Világbank környezetpolitikája).

A döntések különböző körülmények közt jönnek létre, változatosságuk azonban nem korlátlan. Megismerjük Kenneth E. Goodpaster felelősségmodelljét és annak továbbfejlesztését; ez a modell a racionalitást és a respektust a felelős döntéshozatal két lényeges összetevőjeként határozza meg. A döntéshozatal pszichológiája keretében olvashatunk annak olyan fontosabb eredményeiről, amelyek nélkülözhetetlenek a felelős döntéshozatal realiztikus modelljének a megalkotásához (Daniel Kahneman és Amos Tversky elmélete).

Az 1997–1998-ban Chikán Attila vezetésével a magyar gazdaság versenyképességét meghatározó tényezőkre irányuló kutatások azt keresték, hogy a magyar gazdaság etikai szintjét milyen intézményi sajátosságok, érték- és magatartásbeli jellegzetességek határozzák meg. A szerző beszámol a rendszerváltást követő gazdasági átmenettel kapcsolatos társadalmi magatartásokat és a vállalatok etikai irányait vizsgáló kutatásokról, valamint arról, hogy mi biztosítja nálunk az etikai problémák hatékony és korrekt kezelését. Bemutatja több magyarországi nagyvállalat (GE-Hungary-Tungsram, Levi Strauss & Co, Cerbona Rt., Architekon Rt.) etikai kódexét, etikai intézményrendszerét, etikai alapelveit és programjait. A továbbiakban az etikai intézmények fogadtatásáról, a gazdasági kamarák hozzáállásáról, a Menedzserek Országos Szövetsége, a Magyar Menedzsment Intézet és a Hungarian Business Leaders Forum etikai tevékenységéről, a korrupcióval szemben és a környezetvédelem kiterjesztéséért folytatott küzdelméről, a

⁵ A témáról nagyon jó áttekintést ad Nicholas Dunbar: A talált pénz c. műve (PANEM-Wiley, 2000). Szintúgy ajánlható Peter L. Bernstein kiváló műve a valószínűségszámítás létrejöttéről és fejlődéséről: Szembeállni az istennel (PANEM-Wiley, 1998)

⁶ J. A. Schumpeter: A gazdasági fejlődés elmélete.